



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Box

MAKROEKONOMICKÉ PROJEKCE PRO EUROZÓNU SESTAVENÉ PRACOVNÍKY ECB

Na základě údajů dostupných k 23. únoru 2007 sestavili pracovníci ECB projekce makroekonomického vývoje eurozóny.¹ Podle těchto projekcí by měl průměrný roční růst reálného HDP dosáhnout v roce 2007 tempa v rozmezí 2,1 až 2,9 % a v roce 2008 pak mezi 1,9 a 2,9 %. Průměrné tempo růstu celkového harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) by se v roce 2007 mělo pohybovat mezi 1,5 a 2,1 % a v roce 2008 mezi 1,4 a 2,6 %.

Metodické předpoklady o úrokových sazbách, směnných kurzech, cenách ropy a opatřeních fiskální politiky

Předpoklady týkající se úrokových sazeb i cen ropy a neenergetických surovin vycházejí z tržních očekávání (datum pro uzávěrku údajů bylo 13. února 2007). V případě krátkodobých úrokových sazeb měřených tříměsíční sazbou EURIBOR jsou tržní očekávání založena na forwardových sazbách a odrážejí momentální stav výnosové křivky k datu uzávěrky.² To ukazuje na nárůst z hodnoty 3,8 % v polovině února na průměrnou hodnotu 4,2 % v roce 2007 a 4,3 % v roce 2008. Tržní očekávání nominálních výnosů z desetiletých státních dluhopisů v eurozóně ukazují na plochý profil kolem hodnoty 4,1 % z poloviny února, s průměrem 4,2 % v roce 2007 i v roce 2008. Na základě vývoje na trzích s futures během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky se očekává, že průměrné roční ceny ropy dosáhnou v roce 2007 úrovně 59,9 USD za barel a v roce 2008 pak 63,4 USD za barel. Průměrný meziroční růst cen neenergetických komodit vyjádřených v amerických dolarech by měl dosáhnout 14,5 % v roce 2007 a 5,0 % v roce 2008.

Především se vychází z metodického předpokladu zachování dvojstranných směnných kurzů eura v daném časovém horizontu na úrovni platné během dvoutýdenního období končícího ke dni uzávěrky. Z toho vyplývá předpoklad kurzu eura k americkému dolaru na úrovni 1,30 a efektivní kurz eura o 1,7 % vyšší než jeho průměr za rok 2006.

U fiskální politiky jsou základem projekcí rozpočtové plány jednotlivých států eurozóny. U těchto plánů se počítá se všemi opatřeními, která již byla schválena parlamentem, nebo která byla podrobně rozpracována a u nichž je pravděpodobné, že legislativním procesem úspěšně projdou.

Předpoklady o mezinárodním prostředí

Podmínky ve vnějším prostředí eurozóny by měly ve sledovaném období zůstat příznivé. Očekává se, že zatímco ve Spojených státech bude tempo růstu reálného HDP ve srovnání s uplynulými lety mírně slábnout, v rozvíjejících se asijských ekonomikách by mělo i nadále značně přesahovat celosvětový průměr. Ve většině ostatních velkých ekonomik se rovněž očekává pokračování dynamického růstu.

Celkově by meziroční růst světového reálného HDP mimo eurozónu měl v roce 2007 dosáhnout průměrného tempa přibližně 5,1 %, v roce 2008 pak 5,0 %. Růst na vývozních trzích eurozóny by měl dosáhnout zhruba 5,5 % v roce 2007 a 6,9 % v roce 2008.

¹ Makroekonomické projekce pracovníků ECB doplňují projekce odborníků Eurosystemu, které sestavují dvakrát za rok společně pracovníci ECB a národních centrálních bank eurozóny. Uplatňované metody odpovídají metodám používaným při sestavování projekcí Eurosystemu a popsány v publikaci „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, ECB, červen 2001. K vyjádření nejistoty ohledně projekcí je výsledek pro každou proměnnou uváděn jako rozpětí možných hodnot. Tato rozpětí jsou výsledkem rozdílů mezi skutečnými hodnotami a jejich projekcemi za několik předchozích let. Šíře rozpětí je stanovena jako dvojnásobek průměrných absolutních hodnot těchto rozdílů.

² Tento rámeček obsahuje metodickou poznámku o možných rozdílech mezi předpoklady o krátkodobých tržních úrokových sazbách použitých v projekcích a sazbách termínových obchodů EURIBOR.

Projekce růstu reálného HDP

Po mimořádně výrazném růstu reálného HDP eurozóny v roce 2006, kdy podle předběžného odhadu Eurostatu pro čtvrté čtvrtletí roku dosáhla jeho hodnota 0,9 %, by měl mezičtvrtletní růst ve sledovaném období dosáhnout úrovně zhruba 0,6 %. Za této situace by se podle projekcí měl průměrný meziroční růst reálného HDP pohybovat v roce 2007 v rozmezí 2,1 a 2,9 % a v roce 2008 mezi 1,9 a 2,9 %. K určujícím faktorům patří růst vývozu, který by i přes určitou ztrátu konkurenceschopnosti měl ve sledovaném období nadále podporovat ekonomickou aktivitu vzhledem k očekávanému udržení silné zahraniční poptávky. Soukromá spotřeba by měla posilovat celkově v souladu s vývojem reálného disponibilního důchodu, který by mělo ovlivnit zejména zlepšování situace na trhu práce. Růst celkových investic do stálých aktiv by vzhledem k pokračujícím příznivým podmínkám financování, vysoké ziskovosti podniků a příznivé perspektivě vývoje poptávky měl být i nadále silný.

Tabulka A Makroekonomické projekce pro eurozónu

(průměrné procentní změny za rok)^{1), 2)}

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|-------------------------------|------|---------|---------|
| HICP | 2,2 | 1,5–2,1 | 1,4–2,6 |
| Reálný HDP | 2,8 | 2,1–2,9 | 1,9–2,9 |
| Soukromá spotřeba | 2,0 | 1,8–2,4 | 1,6–3,0 |
| Vládní spotřeba | 2,3 | 0,8–1,8 | 1,0–2,0 |
| Hrubá tvorba fixního kapitálu | 4,9 | 2,4–5,0 | 1,9–5,1 |
| Vývoz (zboží a služby) | 8,3 | 4,7–7,7 | 4,1–7,3 |
| Dovoz (zboží a služby) | 7,9 | 3,7–7,1 | 4,2–7,6 |

1) U každé proměnné a časového horizontu vychází rozpětí z průměrného absolutního rozdílu mezi skutečnými výsledky a minulými projekcemi centrálních bank zemí eurozóny. Projekce reálného HDP a jeho složek ukazují údaje očištěné od vlivu počtu pracovních dní. Projekce vývozu a dovozu obsahují obchod uvnitř eurozóny.

2) Součástí projekcí pro eurozónu je od roku 2007 Slovinsko. Procentní změny pro rok 2007 vycházejí ze složení eurozóny, které zahrnuje Slovinsko již v roce 2006. Váha Slovinska na HDP eurozóny činí zhruba 0,3 %.

Projekce cen a nákladů

Průměrné tempo růstu celkového HICP by se v roce 2007 mělo pohybovat mezi 1,5 a 2,1 % a v roce 2008 mezi 1,4 a 2,6 %. V souladu s předpoklady o cenách ropy, které vycházejí z aktuálních cen futures s ropu, by měl být podíl rostoucích cen energií a neropných komodit na vývoji spotřebitelských cen relativně malý. Současně tyto projekce vycházejí z očekávání, že se růst mezd ve sledovaném období mírně zvýší. V těchto projekcích se rovněž předpokládá, že růst produktivity zůstane relativně stálý, což ukazuje na růst jednotkových mzdových nákladů ve sledovaném období. Hlavním faktorem ovlivňujícím míru inflace měřenou pomocí HICP v roce 2007 budou vyšší nepřímé daně (s celkovým podílem eurozóny na míře inflace měřené pomocí HICP ve výši 0,5 procentního bodu). Naopak pro rok 2008 není vliv nepřímých daní v těchto projekcích obsažen. V neposlední řadě vycházejí projekce HICP z očekávání stále stabilního, byť mírně klesajícího růstu ziskových marží.

Porovnání s projekcemi z prosince 2006

V porovnání s makroekonomickými projekcemi sestavenými odborníky Eurosystemu, které byly zveřejněny v Měsíčním bulletinu v prosinci 2006, byla v těchto projekcích rozpětí růstu reálného HDP pro rok 2007 a 2008 upravena mírně směrem nahoru. Tato úprava odráží zejména příznivý výsledek HDP ve druhém pololetí roku 2006 a nižší ceny ropy, než se dříve předpokládalo.

Nové rozpětí ročního tempa růstu celkového HICP pro rok 2007 se pohybuje ve spodní části rozpětí v projekcích z prosince 2006 a odráží především předpoklad nižších cen energií. Rozpětí pro rok 2008 bylo upraveno směrem nahoru, a odráží tak především předpoklad mírně vyšších mzdových tlaků než v projekcích z prosince 2006.

Tabulka B Porovnání s projekcemi z prosince 2006

(průměrné procentní změny za rok)

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|----------------------------|---------|---------|---------|
| Reálný HDP – prosinec 2006 | 2,5–2,9 | 1,7–2,7 | 1,8–2,8 |
| Reálný HDP – březen 2007 | 2,8 | 2,1–2,9 | 1,9–2,9 |
| | | | |
| HICP – prosinec 2006 | 2,1–2,3 | 1,5–2,5 | 1,3–2,5 |
| HICP – březen 2007 | 2,2 | 1,5–2,1 | 1,4–2,6 |

Metodická poznámka k předpokladům o krátkodobých úrokových sazbách použitým v projekcích

Předpoklady o krátkodobých tržních úrokových sazbách použité v makroekonomických projekcích Eurosystemu/ECB jsou tříměsíční forwardové sazby vypočítané z výnosové křivky kupónů s nulovou sazbou odhadnuté za použití Nelson-Siegel-Svenssonovy metody, kterou centrální banky běžně používají pro odhad výnosových křivek.³

Tyto předpoklady o úrokových sazbách se tedy mohou mírně lišit od sazeb futures EURIBOR, které účastníci trhu často používají jako ukazatele budoucích krátkodobých úrokových sazeb. ECB se rozhodla použít forwardové sazby, neboť futures EURIBOR jsou likvidní pouze do tříletého horizontu a pro některé modelové simulace je třeba celý vývoj úrokových sazeb až po dobu deseti let. Pro konzistentní výpočet předpokladů o krátkodobých a dlouhodobých úrokových sazbách v projekcích je navíc třeba celá výnosová křivka pro dobu až deseti let.

Rozdíly mezi forwardovými sazbami a sazbami futures jsou dány především rozdílnými zvyklostmi kotování sazeb futures EURIBOR a swapových sazeb z dluhopisů s nulovým kupónem udávaných Reuters, které se používají při stanovení swapové křivky za eurozónu prostřednictvím Nelson-Siegel-Svenssonovy metody. Rozdíly se týkají především metody složeného úročení a metody počítání dní.

Pokud jde o zvyklosti při složeném úročení, úrokové sazby, které se vztahují na dobu kratší než jeden rok, například tříměsíční forwardové sazby, se obvykle vyjadřují na ročním základě, a je tedy nutné je anualizovat. Forwardové sazby používané pracovníky ECB se vypočítávají jako sazby složeného úroku, a zohledňují tedy „úrok z úroku“. Sazby EURIBOR jsou naopak kotovány jako sazby jednoduchého úroku, které jsou nižší (zhruba o pět bazických bodů při současné úrovni úrokových sazeb) než srovnatelné sazby složeného úroku.

Další důležitá zvyklost v souvislosti s úrokovými sazbami se týká předpokládané délky roku. Swapové sazby z dluhopisů s nulovým kupónem udávané Reuters jsou kotovány jako skutečné/skutečné. To znamená, že dané období je anualizováno s předpokládanou délkou roku 365 dní (nebo 366 dní v přestupném roce). Sazby EURIBOR jsou naopak kotovány jako skutečné/360. Jsou tedy o něco nižší (v současnosti přibližně o 6 bazických bodů) než srovnatelné sazby z dluhopisů s nulovým kupónem.

Rozdíly vyplývající z kótačních zvyklostí způsobují, že předpoklady o úrokových sazbách pro projekce jsou v současnosti vyšší přibližně o 10 bazických bodů než sazby futures EURIBOR. V této situaci je třeba opět zdůraznit, že tyto předpoklady o úrokových sazbách jsou vypočteny mechanicky z výnosové křivky a neobsahují žádné hodnotící faktory.

³ Viz publikace „Zero-coupon yield curves: technical documentation“, BIS Papers No 25, Banka pro mezinárodní platby, 2005.

© Evropská centrální banka, 2007

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Německo

Poštovní adresa: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Německo

Telefon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Internet: <http://www.ecb.int>

Všechna práva vyhrazena.

Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno za předpokladu, že je uveden zdroj.